

Bond Market

投资交易笔记

2002 ~ 2010 年中国债券市场研究回眸

董德志◎著

投资交易笔记

——2002~2010年中国债券市场研究回眸

董德志 著



经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

投资交易笔记——2002~2010年中国债券市场研究回眸 / 董德志著. —北京: 经济科学出版社, 2011. 6

ISBN 978 - 7 - 5141 - 0670 - 1

I. ①投… II. ①董… III. ①债券市场 - 中国 - 2002 ~ 2010 IV. ①F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 083089 号

责任编辑: 王东岗

责任校对: 刘欣欣

版式设计: 代小卫

技术编辑: 王世伟

投资交易笔记

——2002~2010年中国债券市场研究回眸

董德志 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 88191217 发行部电话: 88191540

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

北京中科印刷有限公司印装

787 × 1092 16 开 21.25 印张 450000 字

2011 年 6 月第 1 版 2011 年 6 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 0670 - 1 定价: 52.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

自序

2002年以来，中国债券市场的变化发展无疑是一个从初级阶段不断深化、不断发展并趋于成熟的关键时期。无论从债券存量、市场化程度，还是从市场机构的参与深度与广度而言，至今为止这9年时间的变化都是令人吃惊的。

更为难得的是在这长达9年的时期中，我国的宏观经济变化经历了一个非常完整的经济周期，不同经济表现下的利率变动情况为市场参与者积累了宝贵的经验策略，是值得每一个投资者与交易者回顾与反思的。

正像英国首相丘吉尔所说：“回顾愈深，思之愈远”，人们所渴求的“经验”无非是对于历史事件的总结与归纳，“以史为鉴”永远是研究社会科学的一项根本“利器”。本书所贯彻的宗旨即为如此，是希望那些经历过或者没有经历过那个时期的研究者能够反思或了解这段宝贵的历史，笔者深信这对于把握未来而言是具有深远意义的。

本书并非是从制度建设角度来讲述中国债券市场的发展，而是从一个交易员、投资者以及分析员的角度来描述那些曾经发生，而且未来一定会再度发生的事件。本书所涉及的2002~2010年也正是笔者精力最为旺盛、求知欲最强的时期，每每望着自己这些年来积累的厚厚九本心得笔记，总觉得这是自己的一笔财富，也由此萌生了将其总结归纳，保留一份历史资料的念头，这也是写作本书的主要原因。

从交易员到分析员的经历也使笔者看待市场的思路从微观而至宏观。作为市场交易员时期，总是需要将更多的精力关注在一些导致市场波动的微观因素上，而进入分析员阶段，则开始学会了从宏观角度来把握市场的方向与趋势，这可能是一个潜移默化的变化，但一定是一个通向成熟的必然过程。

对于债券市场的理解和把握，总有一个自然而然的发展和领悟经历，回忆自身，在这些年中，笔者大致经历了如下几个变化的阶段：

1. 了解市场。由于我国的债券市场主体—银行间市场具有典型的

OTC 特征。机构类型不同、风险偏好不同、交易习惯不同……各种各样的特色构成了这个市场的风格与习俗。作为一个希望深入了解这个市场的人员而言，这些特征的领会与掌握是一个初入市场者的必修课程。

2. 对于债券性质的研究。这些年来，我国债券市场中发行了各种各样的债券，在成熟金融市场中所存在的债券类型，在我国债券市场上基本都存在了，对于这些不同债券性质的研究是必修功课的第二部分内容。

从本质而言，针对这一环节的深化主要是基于现金流分析基础的技术研究，这个过程不涉及利率方向的变化，更为核心的是对于不同性质债券价值的相互比较，反映到市场实践中对应的则是“Spread Trading”（利差交易）。对于这部分内容的研究与介绍目前的相关资料不少，其中尤其经典的则是所罗门兄弟公司的相关研究与分析，有兴趣的朋友可以找来一览。

3. 对于利率方向的研究。从事交易、投资的朋友都清楚，无论是多么高明、复杂的金融工具或者金融组合，其最终的盈亏主要取决于对未来利率指标的“赌博”。采用“赌博”这个词汇是笔者反复思量再三的结果，在投资与交易行为中，缜密的分析与判断固然重要，但是万万不可否认运气成分在其中所扮演的重要角色。也正因为如此，对于利率方向性的研究并无尽头，是一个反复摸索、不断在否定中进步的过程。

本书主要是立足于第三个层面进行论述归纳，本着“授人以鱼不如授人以渔”的美好愿望，希望那些有兴趣了解这个市场的投资、交易以及研究分析人员能够从中得到一些有益的启发。

在本书中的第一部分，笔者试图引领读者从微观的角度来回顾若干年来我国利率市场的变化与波动，其目的是希望读者从中领悟各类利率策略在历史实践中的用途，以期形成感性化认知。在随后的内容中，笔者倾向于在实践的基础上将影响利率市场的诸多因素总结归纳，细致介绍对每一类要素的分析方法和分析过程。最后结合笔者自身多年的感受，写下一些随笔心得，以期与广大读者共勉。

本书历时 10 个月时间完成，期间得到了很多同仁的帮助与支持。首先笔者要感谢中国银行交易中心（上海），在近 10 年的工作时间内，总经理乐延先生为笔者的研究工作提供了充分的时间与空间，这是笔者细致观察市场的前提与基础。同时笔者还要感谢银行间市场的广大同仁，他们的经验与实践为我的研究工作提供了养分，其中特别要指出的是申银万国研究所的屈庆先生，他对于债券市场研究的激情与热爱给了我莫大的鼓励，他对于海外市场与国内市场的联动性研究依然是我日后需要继续加强的地方。最后我还要感谢我的家人，感谢他们对我工作的无私支持。

是为序。

董德志

2011年3月10日

目 录

第一篇 2002 ~ 2010 年利率市场变化回顾	1
导读	2
第一章 2002 年：强弩之末	5
第一节 2002 年基准国债利率运行轨迹综述	5
第二节 2002 年长期利率波动详解	7
第二章 2003 年：利率起步回升之年	10
第一节 2003 年基准国债利率运行轨迹综述	10
第二节 2003 年长期利率波动详解	11
第三章 2004 年：带有一些“非理性”意味的大崩溃	23
第一节 2004 年基准国债利率运行轨迹综述	23
第二节 2004 年长期利率波动详解	24
第四章 2005 年：大牛市	38
第一节 2005 年基准国债利率运行轨迹综述	38
第二节 2005 年长期利率波动详解	40
第五章 2006 年：波动市——成亦央票，败亦央票	49
第一节 2006 年基准国债利率运行轨迹综述	49
第二节 2006 年长期利率波动详解	50
第六章 2007 年：通胀年，大熊市	57
第一节 2007 年基准国债利率运行轨迹综述	57
第二节 2007 年长期利率波动详解	58
第七章 2008 年：峰回路转，大起大落	68
第一节 2008 年基准国债利率运行轨迹综述	68

第二节	2008年长期利率波动详解	69
第八章	2009年：经济增长触底反弹	77
第一节	2009年基准国债利率运行轨迹综述	77
第二节	2009年长期利率波动详解	78
第九章	2010年：经济滞胀局面初显	86
第一节	2010年基准国债利率运行轨迹综述	86
第二节	2010年长期利率波动详解	87
第二篇	银行间债券市场三大基本利率关系研究	103
导读		104
第一章	公开市场操作工具利率的历史变化分析	113
第一节	长期利率方向与中央银行票据发行利率方向背离的10个时期	113
第二节	中央银行在公开市场操作中的态度不尽相同	116
第三节	中央银行票据发行利率与交易利率的关系分析	120
第四节	中央银行票据发行过程中的量价关系	123
第五节	3年期中央银行票据的发行历史回顾	125
第六节	影响中央银行票据发行利率变化的政策立足点	127
第二章	银行间市场回购利率的历史变化回顾	129
第一节	7天回购利率与资金成本的历史变化回顾	130
第二节	回购利率与资金数量的关系	133
第三篇	经济基本面	137
导读		138
第一章	宏观经济基本面指标——通货膨胀	141
第一节	各种价格类指标简介	141
第二节	CPI指数详细分析	144
第三节	如何理解各价格指数之间的传导关系	170
第二章	宏观经济基本面指标——经济增长	184
第一节	贸易类经济指标介绍	184

第二节	固定资产投资类经济指标介绍	191
第三节	消费类经济指标——社会消费品零售总额介绍	203
第四节	GDP 与传统“三驾马车”的关系	205
第五节	一个更为及时、综合的经济增长类指标——工业增加值	208
第三章	各类经济增长指标的领先与滞后性	215
第四篇	货币分析	221
导读	222
第一章	中央银行资金报表分析	223
第一节	基础货币分析	223
第二节	广义货币供应量分析	229
第三节	货币乘数分析	236
第四节	对货币政策宽松度衡量标准的探讨	239
第二章	商业银行资金报表分析	251
第五篇	政策与策略	257
导读	258
第一章	利率曲线的倾斜度变化一览	259
第一节	2002 ~ 2004 年长短期利率变化形态一览	259
第二节	2005 ~ 2006 年长短期利率变化形态一览	263
第三节	2007 ~ 2008 年长短期利率变化形态一览	264
第四节	2009 ~ 2010 年长短期利率变化形态一览	266
第二章	固定利率债券与浮动利率债券比价分析	271
第三章	短期品种所蕴涵的利率曲线变化预期	276
第一节	1 年期和 2 年期品种的利差变化	276
第二节	2 年期短期利率的分析	278
第三节	对 3 年期品种的远期利率分析要考虑利率曲线斜度变化的因素	280
第四章	股票市场与债券市场变化的互验互证	284
第一节	逆用美林投资时钟的结论，借助于权益类资产的分类	

表现来判断目前宏观经济组合状态	285
第二节 从长期趋势性来看，股票市场 PE 与长期债券利率 具有较强的正相关性	286
第五章 从国际因素来理解长期利率变化	287
第一节 美元变化和国内长期利率的关系	287
第二节 美元的变化与国内股票市场的相关性相对较弱	288
第六章 10 年期国债利率的技术分析指标	289
第七章 商业银行债券投资与信贷配置的关系	291
第八章 货币政策与财政政策的不同搭配对于债券市场的影响	294
第一节 财政政策与货币政策的不同搭配对市场利率的理论影响	294
第二节 货币政策和财政政策的松紧搭配对市场利率的实际影响	295
第三节 货币政策和信贷政策的不同搭配对市场利率的影响	298
第四节 综合回顾	299
第五节 带有行政色彩的政策调控行为——阶段性的价格管制措施	300
第六节 2002~2010 年历次法定存贷款利率变化 对债券市场影响一览	303
第六篇 随笔漫谈	311
第一章 谈谈分析框架的化繁为简	312
第二章 谈谈投资行为与交易行为的差异	316
第一节 两类账户的成本不同	317
第二节 两类账户的考核要求不同	318
第三节 两类行为的分析逻辑有所差异	321
第三章 论左侧操作和右侧操作	322
第四章 谈谈政策面因素对债券市场的影响	324
第五章 谈谈市场研究与分析的作用	326
参考文献	329

第一篇

2002 ~ 2010 年利率市场变化回顾

导 读

我国银行间债券市场始建于1997年6月份，酝酿形成的原因是，早期的商业银行在交易所市场参与债券交易，客观上成为了股票一级市场以及二级市场的资金供应方^①，加大了股票市场的泡沫成分。为此，在1997年6月份我国管理当局决定商业银行退出交易所债券市场，同时成立了银行间债券市场。

相比而言，银行间债券市场流通的主要基准品种——记账式国债诞生的更早，其发行始自1991年，远早于凭证式国债的诞生。从1997年开始，我国银行间债券市场逐渐发展，1998年5月份，中央银行公开市场操作在1996年试办的基础上得以重新恢复，9月份国家开发银行、中国进出口银行开始采用招标方式在该市场发行债券，1999年初推出了短期贴现债券和浮动利率债券……一系列创新发展令银行间债券市场的品种进一步丰富。

此外，从交易主体看，银行间债券市场从1999年开始试点探索引入双边报价商机制，当时仅有南京银行、烟台住房储蓄银行等中小银行试点参与，而大型商业银行多采取观望态度，这导致了银行间债券市场的交易活跃度不高，而且这种情况持续了多年。

进入2004~2005年，银行间债券市场的发展进入了一个飞跃时期，这一时点也对应了交易所债券市场的发展由“盛”而“衰”。在2005年之前，从市场交易的活跃度而言，交易所市场要明显强于银行间市场，而且从两个市场所传递的利率信号来看，前者也要敏感于后者。2005年以来，银行间债券市场的建设与发展不断加速，迅速超越交易所市场，成为中国利率市场的主体。

本书追溯回顾的银行间债券市场变化始自于2002年，之所以要以此为起点描述若干年来银行间债券市场的变化，主要是出于如下几点考虑：

1. 虽然银行间债券市场始建于1997年，但是在2002年之前的市场容量与交易活跃度非常有限。此外，当时利率市场化进程初启，1997~2001年间债券利率的市场化程度不高，利率变化数据不具备很强的参考性。

2. 论述利率的变化轨迹必须要结合宏观经济的周期。从历史回顾角度来看，以2002年为起点，我国进入了一个新的经济循环周期，在这一周期中利率的变化轨迹是具有很强的历史参考性的。

3. 笔者从2003年进入银行间债券市场，手边所累计的大量资料都来源于市场的切身感受。因此，从所引用历史资料的真实可靠性而言，对2002~2010年利率市场的描述具有准确性。

2002年至今，我国银行间债券市场的利率变化经历了一个完整的运行周期，这一周期的完成与回顾都将对未来若干年我国债券利率品种的交易与投资产生重要的历史参考意义，因此对长达9年时间的市场情况进行回顾与记录将是一件非常有意义的事情。

在对于整体债券利率体系进行描述前，有必要首先明确本书中的重点分析标的。众所周知，债券市场中存在着诸多的利率品种，但是从长期观察实践来看，笔者认为，有3个期限品种的利率是最为重要且具有基准意义的，这3个基准利率可以较为完整地描述和展现整体利率市场

^① 股票投资、投机机构可以通过债券回购的方式从商业银行进行融资。

的变化。因此，在本书所有的分析中，基本是以如下3个市场利率作为分析标的来进行描述的。

(1) 银行间市场7天回购利率的加权平均水平（或1天回购利率的加权平均水平）。

(2) 1年期（1Y）[或3个月（3M）、3年（3Y）期]^①中央银行票据的发行利率（或交易利率）。

(3) 银行间市场的长期基准国债利率。在此，笔者倾向于选择10年期国债^②作为参照品种，但是由于10年期国债的基准地位在2007年度方才确立，在前期市场更多倾向于以7年期国债为基准品种。

在本书中，我们依然采用10年期国债利率作为基准品种，在缺乏市场成交的情况下，考虑采用推导的方式，利用7年期利率的变化来推导10年期国债的交易利率。在特殊情况下，本书也可能会采用上证国债指数（代码：000012）的变化来衡量长期利率的升降^③。

那么，为什么上述三个利率对于整体利率市场而言，具有重要基准意义呢？

从属性来划分，大致有四类因素会对利率的走向产生重要影响，分别为：经济基本面因素、资金面因素、政策面因素以及技术面因素。

其中较为关键的是前三者，而基本面因素又是其中最为根本的因素。从利率变化的内涵属性来看，基准利率与上述几类影响因素的关系大致如下：

银行间市场的7天（或1天）回购利率的变化更多反映的是市场资金面因素的变化；公开市场中的1年（或3M、3Y）票据发行利率的变化更多传递的是政策面信号的变化；长期利率（以10年国债或7年国债为代表）的变化更多反映了经济基本面因素的变化。

上述因素之间的关系是相互交织、互相影响的，很难绝对的把某一类因素的作用效果完全集中在某一期限品种上。比如，10年期国债利率的变化很可能是三类因素的综合作用体现，而其中经济基本面因素所占据的权重可能要大一些。

长期来看，经济基本面因素是最为领先的指标，资金面以及政策面因素是紧随其后而反映的。用后期资金面和政策面因素的变化可以反证出经济基本面已经发生的变化，但同时需要说明的是，基本面因素的变化也往往是最难以感觉和把握的。因此在市场操作中，交易人员可能更倾向于用资金面以及政策面的变化去反证、检验基本面因素已经发生的变化。

基于上述关系，在2002~2010年的市场回顾中，读者需要特别关注如上三个利率的关系，特别需要关注长期利率是如何反映短期利率（即回购利率）和公开市场发行利率的变化，对于该部分内容的详细分析在本书第二篇中有集中论述。经过长期的历史回顾，可能会发现，从交易层面来说，用反证的思路来对待较难把握的中长期利率变化可能是一种有效的手段。

在利率周期的变化中，有一个非常奇怪，但是却很有趣的现象。即站在历史回顾的角度来解释利率的变化，其解释脉络是非常清晰的，你可以把一个相对较长时期的利率趋势变化原因归结到一个相对宏观的层面。比如，你可以非常清晰地将2008年债券牛市和2009年债券熊市的原因归结到经济增长问题的变化层面，这就是一个主要矛盾对于一个相对长时期利率周期所产生的决定作用。我们将这种能够解释利率变化长期趋势的因素称为主要矛盾。

但是实际的情况则是，站在任何一个时间点上，市场参与者很难预知未来一段时期的主要矛盾是什么，能够做的工作只能是在应对无数的、微观的“小矛盾”的同时不断摸索可能的

① 在其后分析中，采用3M、6M、1Y分别代表3个月、6个月以及1年期中央银行票据。

② 在其后分析中，采用10Y代表10年期国债。

③ 相比于银行间债券市场，2002~2004年期间，交易所市场上上证国债指数的敏感度与准确性较强。

“主要矛盾”，这种主要矛盾清晰化的过程绝对不可能是一蹴而就的，是在摸索了无数微观层面的小矛盾之后，主要矛盾才日渐清晰化的，即市场是在对无数小矛盾的整理总结中日渐清晰化主要矛盾。从笔者的直观感觉来看，在一个年度的中期，摸索到影响全年利率趋势的主要矛盾是一个较为正常的速率，因此不必对于年度初期的所谓主流判断寄予过高的信任度。

在本书内容的结构安排中，笔者会对促成相对长周期利率趋势的主要矛盾做出提前说明。但是希望学习实战交易策略的读者切勿将此作为“理所应当”，应该更多关注在后文的详细介绍，了解每一个小波段形成的微观层面解释，并在详细了解微观层面小矛盾的同时不忘宏观层面的主要矛盾，自发摸索确认主要矛盾，并最终令其清晰化。

在每一个年度的描述中，笔者首先会总体描述当年利率绝对水平所处的历史水平区间；其次按照每一个大的利率周期（滤去其中的利率小波动）的变化特征，描述出导致该利率趋势形成的内在主要矛盾；最后详细介绍构成每一个利率小波动的微观层面的小矛盾。

第一章

2002年：强弩之末

鉴于从业时间原因，笔者未曾经历过2002年的银行间债券市场变化，但是从事后诸多资料的回顾来看，2002年应该是9年利率大周期的起步之年，同时这一年也被很多市场参与者认定为崩溃前的疯狂之年。

站在历史回顾的角度而言，2002年的债券市场似乎确有疯狂之嫌，但是假如设身处地站在当初时点，对未来进行展望，2002年长期利率的低位运行却有其必然性和合理性。

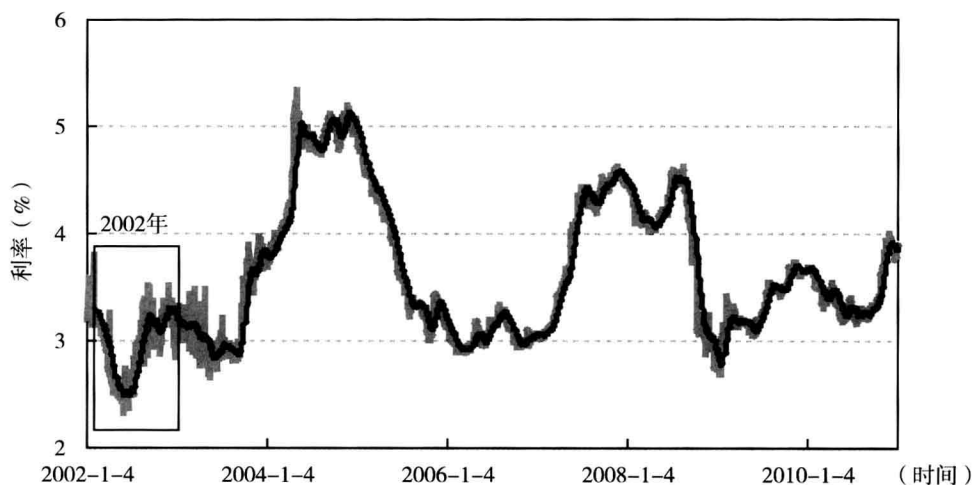
即便在目前点位来衡量2002年的长期利率变化，笔者依然认为2002年的所谓“狂热”主要体现在市场对超长期利率的定位上，而并非是针对于10年期基准利率水平的。为此，笔者相信，对当年的利率变化进行回顾，是非常有必要且有参考价值的。

第一节 2002年基准国债利率运行轨迹综述

从9年利率周期回顾来看^①，2002年的利率处于一个低水平区间，10年期国债利率最低到达2.40%，最高达到过3.50%，基本覆盖了历史上的利率低水平区间，如图1-1-1所示。

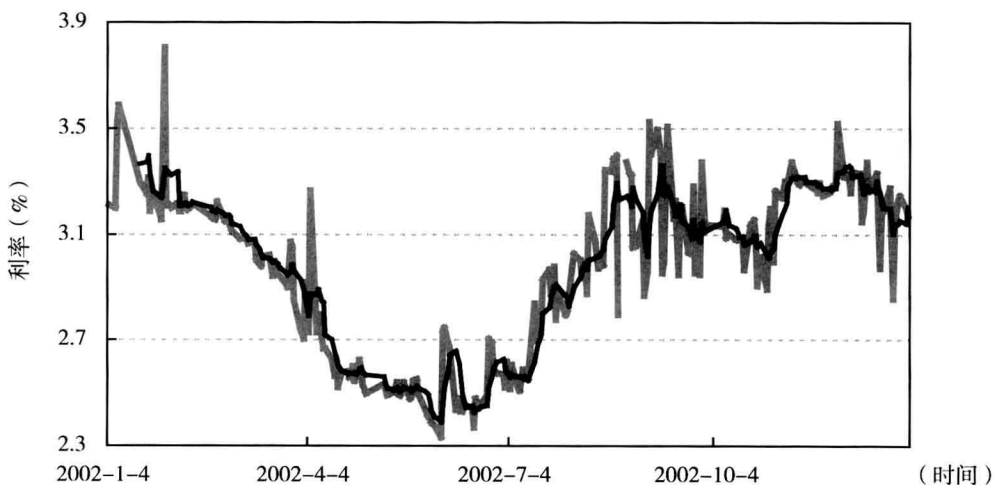
聚焦2002年10年期国债利率变化（见图1-1-2），可以发现，10年期国债利率的全年变化形态为大“V”形，最低利率（大约2.40%附近）出现在年中6月份上旬，而进入四季度后，市场利率的波动明显加大，如图1-1-2所示。

^① 2002~2010年期间，10年期国债利率最低为2.40%，最高为5.35%，如果按照高、中、低三个区间来平均划分，低水平区间为（2.40%，3.40%），中水平区间为（3.40%，4.30%），高水平区间为（4.30%，5.30%）。9年利率大周期运行中，10年期国债的历史均值为3.60%。



注：CDC 系中央国债登记结算有限责任公司英文缩写。

资料来源：参照 CDC 数据，www.chinabond.com.cn。



资料来源：参照 CDC 数据，www.chinabond.com.cn。

从事后归纳来看，2002 年利率低水平运行态势以及 V 形变化轨迹是由当年的宏观经济基本面因素所决定，更为具体一些而言，则是与当年 CPI 的同比运行态势高度吻合的。

2002 年正是我国彻底摆脱亚洲金融风暴冲击，重新步入新一轮经济高速增长的起始时期。但是需要注意的则是，站在当年时点做出上述乐观判断是较为困难的，之所以如此，是因为当期的海外市场、外围经济表现非常低迷并且具有很大的不确定性。

2000~2001年期间国际经济局势并不明朗，2000年美国科技网络股泡沫破灭^①、2001年美国“9·11”事件进一步加剧了美国经济的衰退，并引发了战争预期，因此外围经济环境给国内债券投资者传递的预期是非常悲观的。只有站在后期回顾的角度，才能意识到中国经济实际上已经逐步摆脱1997年金融危机的影响，而这才是国内经济变化的主流脉络。

此外，需要说明的是，当时市场机构对于经济分析的工具与方法较为初级，对于经济增长类指标的关注度以及分析深度有限，市场更多的精力则是聚焦于CPI的运行态势上。因此，在2002年中形成了一个有趣的现象：长期利率的变化轨迹跟随CPI同比变化，亦步亦趋。

第二节 2002年长期利率波动详解

在后期之所以将2002年定义为疯狂之年，一个标志性事件是我国首只超长期国债（代码020005，期限30年）的发行。2002年5月24日，30年国债020005招标发行，最终发行利率为2.90%。

这是此后近10年时间里，该期限利率从未达到过的低位。也正是在2002年，10年期国债020001（3月15日发行）、020009（7月19日发行）的发行利率达到了2.70%，而当时的1年期国债020008（7月12日发行）的发行利率为1.90%，1年期政策性金融债在二级市场的交易利率全年大致保持在2.50%附近窄幅波动。

定义当时债券市场的非理性主要是针对于超长期债券利率而言的，30年国债与1年期国债的发行利率利差仅为100BP（基点），这一窄利差水平在随后的历史岁月中再也没有出现过。

导致超长期利率奇低的因素来自于当时的经济基本面。2002年市场的主流预期是通货紧缩（因为CPI的同比数据长期在负数区域，年初甚至还有一次降息），这一预期的普及化导致了市场投资机构对于长期利率的疯狂追捧。从当时的经济数据指标而言，2002年的确是一个通缩之年，全年各月CPI运行水平均为负值，如图1-1-3所示。

2002年的通货紧缩是1997年我国遭受亚洲金融风暴后经济回落（且经济增长曾出现过双底运行态势）所形成的“后遗症”。

1997年7月份开始，金融风暴席卷亚洲，并在1998年对我国的经济运行产生了

^① 2000年1月19日，汇丰银行发布经济研究报告称，美国的网络股泡沫有可能破灭。而根据格林斯潘回忆录内容，在2001年美国“9·11”事件发生前，由于科技网络股泡沫破灭，当时的美国经济已经出现了7个月左右的轻微衰退，美国联邦储备委员会已经开始调降利率拯救经济。美国“9·11”事件的发生令其宽松的步伐明显加快，经济运行在9~11月份间表现很差（美国各界担忧恐怖活动可能会继续发生）。从12月份开始，经济开始好转（以每周申请失业救济人数的变化为主要标志）。但是在后期进行的阿富汗战争以及伊拉克战争，令世界的忧虑没有彻底缓解。这一切奠定了对于2002年世界经济的悲观预期。

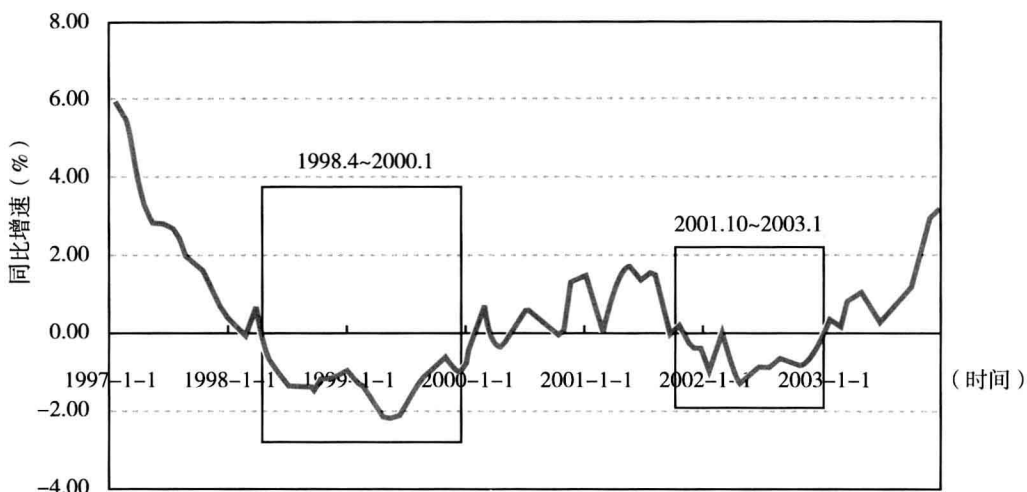


图 1-1-3 1997~2003 年我国 CPI 同比变化轨迹

资料来源：国家统计局，www.stats.gov.cn。

明显影响，从 GDP 数据统计来看，我国在 1998 年第一季度和 1999 年第一季度出现了双底运行态势^①。

从宏观经济指标运行规律而言，物价数据是经济增长数据的滞后指标，我国的 CPI 同比增速分别从 1998 年二季度和 2002 年一季度开始步入负增长区间，并于 1999 年二季度和 2002 年二季度达到最低增速水平（如果按照 GDP 与 CPI 的同比来看，当时的 GDP 见底领先于 CPI 见底约 12~15 个月）。

这本来是一个非常清晰的宏观经济指标传导路径，但是在 2002 年期间，受制于多方面原因，投资者对于债券市场的分析水平与经验尚处于初级，市场对于所谓的 GDP 分析以及其与 CPI 的关系认识并不深刻，更倾向于单纯认为 CPI 是决定债券利率的重要因素。

市场更为关注经济运行的滞后指标 - CPI，这直接误导了当时的投资者，促成了市场机构对于长期债券的非理性追捧。总结来看，当期市场对于国内与国际的看法是：外围经济偏悲观，特别是来自于美国的信息；对国内经济基本面运行指标的传导途径理解不透彻，过度关注了滞后指标 - CPI，上述两个因素导致了市场对于长期利率的狂热追捧。

如果说，2002 年的惨痛教训告诉了市场区别先行指标（GDP）与滞后指标（CPI），则 2008~2009 年的市场变化则更深一步地揭示了环比指标领先于同比指标的规律，此为后话。将 2002 年和 2009 年进行对照，可以清晰地理解经济增长指标和通货膨胀指标焦点转换对于利率市场的影响，也更容易发现市场的进步之处。

客观而言，在判断利率趋势的运行方向上，市场出现了宏观运行方向的失误，但

^① 这是从 GDP 环比指标而言，如果从同比指标而言，双底成形的时期分别为 1998 年二季度和 1999 年四季度。